



Questions / Réponses

MIF : le Reporting Direct des Transactions

Mai 2010

La gestion du risque réglementaire est un enjeu stratégique beaucoup plus structurant qu'il n'y paraît. Elle est souvent associée à un catalogue de contraintes externes imposées par le régulateur. La Directive MIF et ses différents volets transposés en droit français le 1er novembre 2007, s'évertuent à imposer le contrepied de ce paradigme en révolutionnant véritablement le fonctionnement même des marchés financiers et l'organisation structurelle des acteurs en présence. Gargantuesques en termes d'impacts stratégiques, organisationnels ou technologiques, la logique et le périmètre de cette Directive restent confus et mal appliqués trois ans après son introduction. Cette difficulté s'illustre parfaitement à travers un des piliers de cette Directive : le Reporting Direct des Transactions. Ce reporting délivré quotidiennement au régulateur par chaque prestataire de service d'investissement dont il dépend porte sur une partie des transactions qu'il opère sur le marché. Quelles sont les entités concernées ? Comment définir le périmètre des instruments et transactions éligibles ?

MIF : une Directive multi-facettes souvent mal appréhendée ...

Comment pourrait-on résumer la Directive MIF ?

Commençons par l'objectif originel de la Directive « Marché d'Instruments Financiers ». Elle repose sur une double ambition : achever l'intégration d'un marché des capitaux européens et renforcer la protection des investisseurs. Deux objectifs souvent perçus comme antagonistes, le premier accentue le mouvement de dérégulation de ces dernières années alors que le second renforce la réglementation en vigueur.

Le volet « intégration » s'appuie sur une mise en concurrence des lieux d'exécution et une harmonisation des conditions d'exercice des Prestataires de Service d'Investissement (PSI).

Le volet « protection des investisseurs » est le plus contraignant puisqu'il instaure :

- Une obligation de classification et d'information des clients

- Une adaptation organisationnelle forte avec la création de nouvelles fonctions indépendantes : le contrôle interne et la conformité
- la mise en place et la formalisation d'une politique d'exécution des ordres (dite « Best Execution / Best Selection »)

Cette double ambition ainsi que le champ très large des activités couvertes par MIF explique « l'emballage » réglementaire associé communément à cette Directive.

Comment décrire la structure et la logique atypique de cette Directive ?

On ne peut expliquer la logique de cette Directive sans décrire le calendrier de sa mise en place : la Directive MIF a été publiée au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004.

Elle s'inscrit comme l'un des éléments clés du Plan d'action des services financiers 2005-2010 lancé par la Commission européenne. Ce texte comprend 73 articles accompagnés de mesures d'exécution.

Elle a pour but de compléter et corriger les lacunes de la Directive européenne de 1993 portant sur les Services d'Investissement (DSI).

La logique de la directive MIF répond au processus dit *Lamfalussy*, une approche réglementaire d'application « maximale » qui comprend quatre niveaux :

- Niveau 1 (2004) : Directive cadre (Directive 2004/39/CE)
- Niveau 2 (2006) : Mesures d'exécution de la Directive cadre (Règlement (CE) n°1287/2006 et Directive 2006/73/CE)
- Niveau 3 (2007) : Coopération entre les régulateurs européens au sein du *Committee of European Securities Regulators* (CESR)
- Niveau 4 (2008) : Contrôle de la mise en œuvre de la législation communautaire

Elle a enfin été transposée en droit français le 11 avril 2007 par ordonnance modifiant le Code Monétaire et Financier et le 15 mai 2007 par modification du Règlement Général de l'AMF.

Pourquoi avec un cadre si formaté, les acteurs de marché ont-ils été et sont toujours aussi réticents à une mise en œuvre complète et effective du dispositif ?

L'approche de la Directive en plusieurs étapes avec en particulier des interprétations juridiques assez différentes a favorisé une certaine inertie parmi les différents PSI. Le décalage est d'autant plus flagrant que l'échelle de temps juridique se heurte à celle de l'industrie financière particulièrement innovante et dynamique.

Les impacts de cette Directive nécessitant des investissements non négligeables en termes de système d'information et d'organisation, les principaux acteurs ont souvent décidé de différer tout projet de mise en conformité dans l'attente d'une plus grande stabilité et visibilité juridique.

Par ailleurs, les différents efforts d'adaptation nécessaires de *modus operandi* au niveau des équipes du *Front Office* se sont heurtés à de fortes réticences. C'est une véritable révolution culturelle qu'il a fallu entreprendre en particulier pour l'application des volets *Best Execution / Best Selection*, *Inducements* ou RDT.

Enfin, la légitimité du Responsable de la Conformité et du Contrôle Interne (RCCI), qui passe par une association de ce dernier en amont de tous les projets informatiques touchant au processus d'investissement, n'est pas encore toujours effective.

RDT, un pilier de MIF souvent mal appliqué...

Quelles sont les implications du volet RDT ?

Pour plus de clarté, définissons en premier lieu l'acronyme RDT qui signifie Reporting Direct des Transactions. Le RDT est un

volet de la Directive MIF qui impose à tout PSI de déclarer systématiquement au régulateur dont il dépend une partie des transactions passées.

Cette obligation réglementaire déclarative est encadrée et spécifiée en France par l'AMF qui a publié un guide à cet effet le 1er novembre 2007. Ce guide est accessible en ligne sur le site de l'AMF à l'adresse suivante :

http://www.amf-france.org/documents/general/7881_1.pdf

La fréquence de fourniture du RDT est quotidienne. Deux modes de déclaration sont prévus via un *Extranet* pour les sociétés déclarant un petit volume de transactions ou par transfert de fichiers pour les autres.

Les implications sont multiples. Elles sont comme souvent pour ce type de textes réglementaires d'ordre organisationnel et informatique.

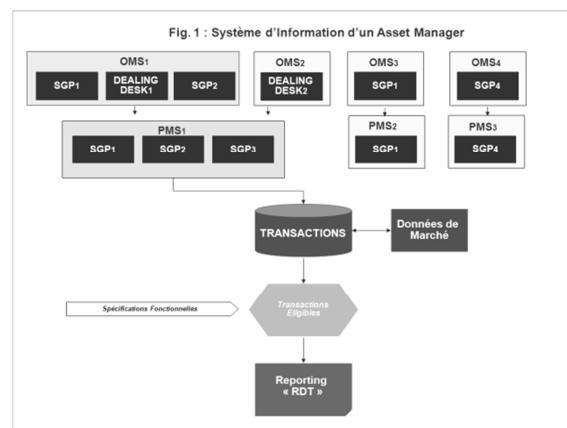
Quelles sont ces transactions à déclarer ?

On aborde le cœur de la difficulté de ce volet réglementaire qui est la spécification fonctionnelle des transactions éligibles. Cette étape doit reposer sur une analyse fine du contexte, des entités juridiques en présence, de leurs activités, des instruments financiers traités et des transactions négociées.

Elle doit être menée séquentiellement en définissant une série de règles de gestion reposant sur les cinq étapes d'analyse successives détaillées précédemment.

Ces étapes se révèlent être des critères qui vont nous permettre à travers des règles de gestion de déterminer l'éligibilité ou non d'une transaction. Procédons de manière chronologique et évaluons chaque critère l'un après l'autre :

- Le contexte : il s'agit de répertorier l'ensemble des entités juridiques en présence, de définir les liens qu'entretiennent ces entités à travers une cartographie des processus métier et de transposer cette analyse fonctionnelle en termes de Système d'Information. L'objectif est d'identifier les acteurs, les processus métier ainsi que les sources de données afin de s'assurer que toutes les transactions potentiellement éligibles sont accessibles et déclarables.



- Les entités juridiques : on ne conserve comme entités que les entités déclarantes, au nom desquelles des transactions seront transmises au régulateur. Ce ne peut être que des entités placées sous l'égide de l'AMF.
- Les activités : l'objectif est de différencier les transactions pour compte propre des transactions pour compte de tiers pour lesquelles les critères d'éligibilité sont renforcés.
- Les instruments financiers : on ne doit conserver que les instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace Economique Européen ou sur un Système Multilatéral de Négociation Organisé (MTF). En pratique on ne conserve que les produits de type actions, obligations, certains Titres de Créances Négociables, les futures et certaines options.
- Les transactions : on ne considère que les transactions traitées sur un marché secondaire. Deux cas sont à considérer:
 1. Les transactions pour compte de tiers, pour lesquelles seules les transactions exécutées directement « face au marché » sont à prendre en compte. Cela élimine de fait toutes les transactions exécutées par l'intermédiaire d'un courtier sur ordre d'un PSI, en particulier les transactions exécutées sur un marché organisé lorsque le PSI en question n'est pas membre de marché.
 2. Les transactions pour compte propre pour lesquelles il n'y a pas de restriction particulière.

L'ensemble des informations nécessaires est disponible après analyse de ces critères. Il s'agit de les exploiter à travers des boîtes à outils standard comme l'approche matricielle et de les transcrire en règles de gestion.

Fig. 2 : Matrice d'analyse pour une SGP

Marché réglementé, Système Multilatéral de Négociation Organisé ... Ces termes ont une connotation très abstraite et très juridique. Concrètement, comment identifier les

transactions admises aux négociations via ces canaux ?

Il s'agit de l'une des faiblesses de ce texte très théorique et difficile à mettre en œuvre en pratique. Commençons par traduire en langage courant ces notions.

Un marché réglementé est un Système Multilatéral de Négociation Organisé soumis au contrôle d'une autorité de tutelle, en France l'AMF.

Un Système Multilatéral de Négociation Organisé est un marché exploité par une entité tierce, qui est le plus souvent un opérateur de marché privé. Cet opérateur privé définit les règles, habilite les participants, organise et supervise les négociations et veille au bon fonctionnement des infrastructures techniques.

La participation à ce type de marché est réservée à des membres, seuls habilités à négocier par l'entité organisatrice. Les membres de marché se chargent de transmettre les ordres de leurs clients, particuliers ou institutionnels.

Pour en revenir à la question, il est très difficile à chaque instant de définir si un instrument est admis aux négociations sur un marché réglementé ou un Système Multilatéral de Négociation Organisé. Il n'existe pas de base de données centralisée regroupant une liste de tels instruments.

Le site du CESR regroupe par contre la liste de l'ensemble des marchés réglementés ou systèmes multilatéraux de négociation organisés de l'Espace Economique Européen.

RDT, un projet de mise en place informatique, fonctionnel et organisationnel ...

On en arrive aux aspects organisationnels et informatiques, quelles sont les principales adaptations à mettre en place ?

Focalisons-nous d'abord sur l'organisation cible. Il faut, première précaution, dédier des ressources pour la prise en charge du contrôle et du transfert des fichiers à l'AMF. Ces ressources devront être en permanence en contact avec le RCCI, cœur névralgique du dispositif.

Il s'agit par ailleurs d'associer à chaque projet et/ou modification qu'elle soit de nature informatique, fonctionnelle ou organisationnelle, le RCCI. La position de ce dernier devient centrale au sein d'une organisation post MIF et ce, pas uniquement en raison de la production du RDT.

Les personnels du Middle Office et du Front Office doivent être également étroitement associés afin que les informations adéquates soient saisies dans les systèmes de manière exhaustive, instantanée (afin de limiter les problèmes de market timing et late trading) et en conformité avec la réglementation sur le contre-passement d'ordres.

Une attention particulière doit être apportée à la qualification du passage d'ordres en termes d'intermédiation. L'exécution

d'un ordre par un *broker* doit être précisée. La qualification elle-même du rôle du *broker* doit être demandée systématiquement par le *Front Office* afin de savoir si ce dernier est en position de contrepartie ou d'intermédiaire de marché.

Enfin, en termes de projet il s'agit d'auditer les systèmes utilisés par le *Front Office* et le *Middle Office* afin de déterminer s'ils sont en adéquation avec l'ensemble des prérequis fonctionnels et organisationnels et le cas échéant adapter ces derniers. C'est comme toujours l'étape la plus chronophage et la plus coûteuse.

Quel est le bilan objectif de la situation actuelle ?

Afin de rester objectif, nous n'allons pas donner d'opinion mais relayer le constat de l'AMF étayé dans son courrier du 12 mars 2010 adressé à l'AMAFI, la FBF, l'AFG et l'ASF. Seize contrôles ont été effectués au cours des années 2008/2009 auprès de six Sociétés de Gestion de Portefeuilles (SGP) et dix Prestataires de Services d'Investissement (PSI).

Les résultats étaient les suivants :

- 25 % de reportings exacts à 100% ;
- 37.5 % de reportings partiellement erronés ;
- 37.5 % de reportings erronés à 100%.

Le RDT reste plus que jamais au vu de ces résultats un sujet de place.

Par ailleurs, des sujets connexes comme l'obligation de publication des transactions de gré à gré sur actions sont encore à ce jour assez mal traités. Ils doivent être inclus dans les projets de mise en conformité des organisations aux prérogatives relevant du RDT.

Vos Contacts :

Karim RAMDANI

Associé

karim.ramdani@alfi.fr

Bertrand CHABROL

Manager

bertrand.chabrol@alfi.fr

Arnaud RIOCHE

Manager

arnaud.rioche@alfi.fr

ALFI peut vous accompagner sur vos l'ensemble de vos projets réglementaires et de prise en compte des contraintes de place, grâce à nos compétences et références, notamment autour des sujets suivants :

- Solvency II
- Bâle III
- UCITS IV / KID
- MIFID
- Target 2 Securities
- Evolutions LCH Clearnet
- Directive AIFM
- Fund Processing Passport

ALFI est un cabinet de conseil qui a acquis une véritable expertise en process et systèmes d'information des marchés financiers.

En plus de dix ans d'existence, ALFI s'est forgé une solide réputation auprès des établissements financiers les plus prestigieux des places parisienne et londonienne.

Tenant compte des évolutions majeures que connaît le marché, ALFI a impulsé en septembre 2008 une dynamique nouvelle au sein du cabinet, en créant d'abord un Pôle Conseil structuré autour d'offres nouvelles, puis en mobilisant des ressources reconnues sur le marché autour des thématiques suivantes :

- Excellence Opérationnelle
- GRC et connaissance clients
- Conseil en systèmes d'information
- Modernisation du middle-office
- Risques et conformité

En parallèle, notre Pôle Compétences continue d'intervenir sur des missions en régie et offre une gamme complète de prestations garanties par les compétences et l'expertise de nos consultants.

En 2010, ALFI a réalisé un chiffre d'affaires de 11M€ et compte environ 110 consultants.